
FSMA_2022_25 dd. 22/11/2022

Qualification de crypto-actifs en tant que valeurs mobilières, instruments de placement ou instruments financiers

Champ d'application :

La présente communication s'applique aux crypto-actifs offerts au public.

Résumé/Objectifs :

La FSMA souhaite par la présente communication fournir des explications sur les cas les plus courants dans lesquels des crypto-actifs pourraient relever du champ d'application de la réglementation Prospectus et/ou des règles de conduite MiFID.

Structure :

Des précisions sont en premier lieu apportées sur l'objectif de la présente communication. Des explications sont ensuite fournies sur les différentes étapes pouvant aider à procéder à l'exercice de qualification. Enfin, les conséquences de la qualification sont brièvement abordées. Un arbre de décision est annexé à la présente communication.

1. Guide de qualification en tant que valeur mobilière, instrument de placement ou instrument financier

La FSMA reçoit de plus en plus de questions concernant l'application des règles financières aux crypto-actifs. Ces demandes visent principalement à obtenir des explications quant aux cas dans lesquels un crypto-actif peut être qualifié de valeur mobilière au sens du règlement Prospectus¹ ou d'instrument de placement au sens de la loi Prospectus². Selon la qualification retenue, d'autres dispositions peuvent également s'appliquer, telles que les règles découlant de la directive MiFID³

¹ Article 2, a), du [Règlement \(UE\) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE](#).

² Article 3, § 1er, de la [Loi du 11 juillet 2018 relative aux offres au public d'instruments de placement et aux admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés](#). Voir [la communication FSMA 2018_09 sur la mise en œuvre du règlement prospectus](#).

³ [Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE](#). Voir en outre les articles 26 et suivants de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers.

lorsque les crypto-actifs sont des instruments financiers⁴, la législation concernant les *virtual asset service providers*⁵ ou d'autres réglementations⁶. La FSMA a construit un arbre de décision afin d'offrir un outil représentant schématiquement les situations les plus courantes.

L'arbre de décision se veut être un guide pour mener l'exercice de qualification. Pour l'établir, la FSMA s'est concentrée sur les questions fondamentales et sur les situations auxquelles elle a été le plus fréquemment confrontée jusqu'à présent. Toutes les qualifications possibles n'y figurent pas⁷. L'arbre de décision ne remplace en aucun cas une analyse approfondie, menée à la lumière des règles applicables, de toutes les caractéristiques propres au produit et de la manière dont il est présenté. Il est en outre préférable de ne pas décider d'une qualification en se basant uniquement sur le nom d'un produit. L'étiquette ne correspond pas toujours au contenu.

L'arbre de décision est neutre quant à la technologie. La qualification en tant que valeur mobilière, instrument financier ou instrument de placement ne dépend pas de la technologie spécifique qui est utilisée.

Cet arbre de décision est évolutif. La FSMA pourra le compléter au cas où des situations nécessiteraient une clarification supplémentaire ou n'y seraient pas ou insuffisamment traitées. De tels amendements pourraient également être faits afin de tenir compte de l'impact potentiel d'évolutions sur le plan réglementaire, comme la proposition de règlement sur les marchés des crypto-actifs⁸, pour lequel un accord a été conclu le 30 juin 2022⁹. La version finale du règlement n'a pas encore été publiée.

2. Explications concernant l'arbre de décision

Le point de départ de l'arbre de décision en annexe est la question de savoir si les droits qu'il est prévu d'émettre ou de créer sont incorporés dans ce que l'on appelle un « instrument ». C'est généralement le cas lorsque les droits sont substituables ou fongibles. Un droit non incorporé dans un instrument ne peut être qualifié de valeur mobilière ni d'instrument de placement ; le règlement Prospectus et la

⁴ Tels que visés à l'article 2, alinéa 1^{er}, 1^o, de la [loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers](#).

⁵ [Loi du 1^{er} février 2022 modifiant la loi du 18 septembre 2017 relative à la prévention du blanchiment de capitaux et du financement du terrorisme et à la limitation de l'utilisation des espèces afin d'introduire des dispositions relatives au statut et au contrôle des prestataires de services d'échange entre monnaies virtuelles et monnaies légales et des prestataires de services de portefeuilles de conservation](#). Arrêté royal du 8 février 2022 relatif au statut et au contrôle des prestataires de services d'échange entre monnaies virtuelles et monnaies légales et des prestataires de services de portefeuilles de conservation. Voir à ce propos les [FAQ](#) publiées par la FSMA sur son site web.

⁶ Voir par exemple [le règlement de la FSMA du 3 avril 2014 concernant l'interdiction de commercialisation de certains produits financiers auprès des clients de détail](#).

⁷ N'est ainsi pas abordée la question de savoir quand des droits peuvent être qualifiés de droits au sens de l'article 3, § 1^{er}, 3^o ou 4^o, de la loi Prospectus. Voir à ce propos la [communication de la FSMA du 13 novembre 2014 à l'attention des entreprises qui commercialisent des produits d'investissement en biens meubles ou immeubles](#).

⁸ [Proposition de la Commission européenne du 24 septembre 2020 de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les marchés de crypto-actifs, et modifiant la directive \(UE\) 2019/1937](#).

⁹ <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2022/06/30/digital-finance-agreement-reached-on-european-crypto-assets-regulation-mica/>.

loi Prospectus ne s'appliquent donc pas. Il ne s'agit alors pas davantage d'un instrument financier, ce qui fait que les règles de conduite MiFID ne sont pas d'application.

Si les droits sont incorporés dans un instrument, une distinction peut être opérée entre la situation où un instrument représente un droit vis-à-vis d'un émetteur et/ou d'une autre personne (telle qu'un garant) et celle où ce n'est pas le cas.

S'il n'y a pas d'émetteur, comme lorsque les instruments sont créés par un code informatique sans que ceci ne soit fait en exécution d'une convention entre émetteur et investisseur (par exemple le Bitcoin ou l'Ether), le règlement Prospectus, la loi Prospectus et les règles de conduite MiFID ne sont en principe pas non plus applicables. Toutefois, s'ils ont une fonction de paiement ou d'échange, d'autres réglementations pourraient s'appliquer à ces instruments ou aux personnes fournissant certains services en rapport avec ces instruments. Sans être exhaustif, l'on peut penser aux règles applicables depuis le 1^{er} mai 2022 aux *virtual asset service providers*¹⁰. Lorsque des produits financiers ont de tels instruments pour sous-jacent, il convient de d'abord mener l'exercice de qualification par rapport au produit financier même. Le règlement de la FSMA du 3 avril 2014 concernant l'interdiction de commercialisation de certains produits financiers auprès des clients de détail¹¹ peut en outre trouver à s'appliquer.

Face en revanche à un émetteur de droits incorporés dans des instruments, l'on se retrouve souvent dans l'une des situations suivantes :

- les instruments représentent un droit de participation aux résultats du projet et éventuellement un droit de vote, ou un droit au paiement d'une somme d'argent, ou sont de nature semblable :
 - si les instruments sont négociables, il s'agit en général de valeurs mobilières au sens du règlement Prospectus et ils peuvent être soumis à l'obligation de publier un prospectus en vertu de ce règlement ou une note d'information en vertu de la loi Prospectus si les conditions d'application sont réunies ; ce sont également des instruments financiers et les règles de conduite MiFID s'appliquent ;
 - s'ils ne sont pas négociables, les instruments sont en principe considérés comme étant des instruments de placement au sens de la loi Prospectus et peuvent notamment donner lieu à l'obligation de rédiger une note d'information ou un prospectus.

- les instruments représentent un droit à la fourniture d'un service ou d'un produit par l'émetteur :
 - si une analyse globale des caractéristiques propres au produit et de la manière dont les instruments sont mis sur le marché fait apparaître que les instruments ont, même à titre secondaire, un objectif de placement, ces instruments sont en général qualifiés d'instruments de placement au sens de la loi Prospectus et peuvent notamment entraîner l'obligation de rédiger une note d'information ou un prospectus ;

¹⁰ Voir la note de bas de page 5.

¹¹ Ce règlement prévoit entre autres une interdiction de commercialiser, auprès de clients de détail, un produit financier dont le rendement dépend directement ou indirectement d'une monnaie virtuelle.

- si l'analyse globale conclut à une absence d'objectif de placement, ces instruments ne tombent pas sous le coup de la loi Prospectus.

Les facteurs importants à examiner pour déterminer si les instruments ont un objectif de placement sont, entre autres, les suivants :

- les instruments sont-ils transmissibles à d'autres personnes que l'émetteur ?
- l'émetteur émet-il un nombre limité de droits ?
- l'émetteur fait-il entrevoir une négociation sur un marché et la réalisation de bénéfices ?
- les fonds à lever sont-ils destinés au financement général de l'émetteur et le service ou le projet doit-il encore être développé ?
- les instruments servent-ils à rémunérer des collaborateurs ?
- l'émetteur organise-t-il des rondes de financement à des prix différents ?

Cette analyse est à mener au cas par cas. Il n'est pas nécessaire que toutes les caractéristiques susmentionnées soient présentes pour pouvoir conclure que l'on a affaire à un instrument de placement. Inversement, la présence d'une caractéristique n'implique pas d'emblée qu'un instrument doit être qualifié d'instrument de placement.

3. Conséquences de la qualification donnée

Si une analyse approfondie permet de conclure que les droits ne sont ni des valeurs mobilières, ni des instruments de placement ni des instruments financiers, il reste à voir s'ils pourraient être soumis à d'autres réglementations. Comme déjà expliqué, d'autres dispositions, telles que celles relatives aux *virtual asset service providers*, pourraient s'appliquer.

Si l'on aboutit en revanche au constat que les droits doivent être considérés comme des valeurs mobilières ou des instruments de placement au sens, respectivement, du règlement Prospectus et de la loi Prospectus, ou comme des instruments financiers au sens des règles de conduite MiFID, il convient de prêter attention non seulement à ce que cela implique en vertu du règlement Prospectus, de la loi Prospectus¹² ou de la directive MiFID mais aussi à la possibilité que d'autres règles, telles que celles relatives aux abus de marché et au crowdfunding, trouvent à s'appliquer.

Annexe : - [FSMA 2022 25-01 - Un arbre de décision](#)

¹² Voir la communication de la FSMA du 9 juillet 2019 sur les [modalités pratiques de l'introduction et du traitement des dossiers d'offre publique](#) et la communication de la FSMA du 20 juillet 2018 sur les [modalités de dépôt de la note d'information](#).